

信贷“开门红”，宽信用过程加速

—— 2022年1月金融数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：2022年2月10日，央行公布数据显示，2022年1月新增金融机构人民币贷款3.98万亿，环比多增2.85万亿，同比多增3944亿；1月末人民币贷款余额同比增速为11.5%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和1.2个百分点。

1月社会融资规模增量为6.17万亿元，环比多增约3.8万亿，比上年同期多增9842亿元；1月末社会融资规模存量同比增长10.5%，增速比上月末和上年同期分别高0.2个百分点和低2.5个百分点。

1月末，M2同比增长9.8%，增速比上月末高0.8个百分点，比上年同期高0.4个百分点；M1同比下降1.9%，增速比上月末低5.4个百分点，比上年同期低16.6个百分点。

主要观点：

整体上看，1月金融数据显示货币政策充足发力、靠前发力效果已经显现，宽信用过程正在加速，信贷结构明显改善，并正在从此前的政府融资发力转向企业和政府融资双轮驱动。这将为今年上半年稳定宏观经济大盘，对冲需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力提供关键支撑。

1月信贷总量同比较大幅度多增，企业贷款贡献最大，特别是企业中长期贷款恢复同比多增，反映稳信贷、稳增长政策正在起效；当月居民中长期贷款同比大幅少增，表明房地产下行压力仍大。

除贷款外，1月社融同比增量主要来自政府和企业债券，反映出稳增长政策发力对宽信用的推动作用：政府债券同比多增源于财政政策靠前发力，企业债券融资放量则与宽货币下发行利率走低和基建稳增长提振城投基建配套融资需求有关。

1月末M2增速回升明显，主要是受上年同期基数快速走低驱动，同时当月财政支出加快，财政存款同比少增，以及企业贷款增长加快存款派生等也是重要原因。1月末M1增速降至负值，主要受春节错期影响，同时也与当前楼市处于“寒潮期”直接相关。

展望未来，考虑到当前房地产市场降温过程仍未结束，市场信心有待进一步修复，接下来几个月新增信贷、社融数据有望继续保持较快同比多增势头。我们判断，着眼于夯实稳增长基础，二季

度货币政策在降准、降息方面仍有操作空间。

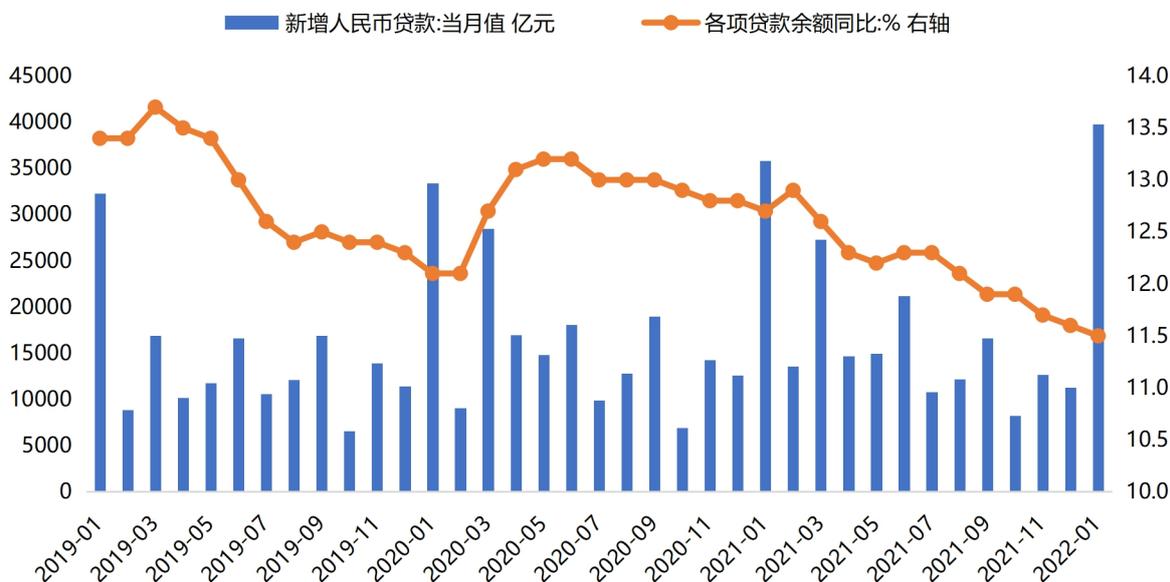
具体分析如下：

一、1月信贷总量同比较大幅度多增，企业贷款贡献最大，特别是企业中长期贷款恢复同比多增，反映稳信贷、稳增长政策正在起效；当月居民中长期贷款同比大幅少增，表明房地产下行压力仍大。

2022年1月信贷投放如期取得“开门红”。当月新增人民币贷款3.98万亿，创单月历史新高，环比多增2.85万亿，同比多增3944亿。不过，1月信贷同比多增规模未能止住贷款余额增速下滑势头，月末贷款余额同比增速较上月末下降0.1个百分点至11.5%，续创2002年6月以来新低。

由于年初信贷额度充足，加之“早投放、早收益”，1月新增贷款规模环比高增属季节性现象，但在上年同期信贷投放力度较大的情况下，当月贷款同比多增且多增规模为去年3月以来最高，显示信贷投放力度正在切实加大。主要原因在于监管层“稳信贷”态度明确，通过实施降准降息改善商业银行负债端情况并引导LPR报价下调以及对商业银行窗口指导等方式，督促银行加大信贷投放力度并降低贷款融资成本，避免“信贷塌方”。同时，随着基建稳增长发力，基建类贷款需求上升，成为1月需求端拉动贷款同比多增的主要推手。

图1 新增人民币贷款规模及增速



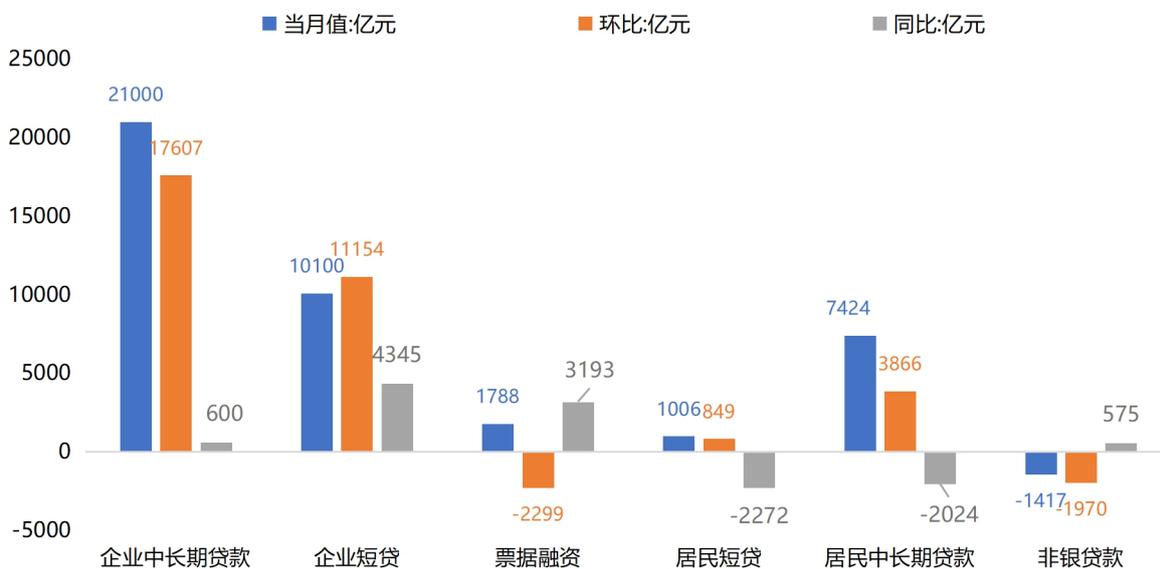
数据来源：WIND，东方金诚

1月信贷总量基本符合预期，重点关注信贷投放结构，主要有两个特征：首先是企业贷款强于居民贷款。1月企业贷款改善明显，同比多增8100亿，为当月新增贷款同比增量主要来源。但居

民贷款虽环比季节性多增 4714 亿，同比却大幅少增 4270 亿，同比表现弱于上月。这部分归因于银行在政策引导下主动加大信贷投放难以在居民部门着力，但更为重要的原因是，在房地产市场“寒潮”持续、居民消费修复偏缓背景下，信贷条件改善未能大幅激发居民贷款需求。

可以看到，1 月 30 大中城市商品房成交面积同比深跌 30%，本次央行仍未公布 1 月个人住房贷款数据，但当月以抵押贷款为主的居民中长期贷款同比少增 2024 亿，连续第二个月同比少增且少增规模扩大，也可反映出居民房贷应大幅不及上年同期。1 月各地局部疫情多发，对居民消费形成一定抑制效应，当月以消费贷为主的居民短期贷款同比少增 2272 亿。由此，居民贷款成为拖累 1 月信贷总量增速的主要原因。这意味着接下来稳定宏观经济大盘的发力点要进一步向提振居民消费、稳定房地产运行方向倾斜。

图 2 2022 年 1 月人民币贷款各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚

其次，1 月企业贷款期限结构有所改善，票据冲量情况缓和。1 月票据融资环比少增 2299 亿，同比因低基数多增 3193 亿，这从当月票据利率中枢明显抬升、月底票据和存单利差快速上行中已提前有所反映。1 月企业短贷和企业中长期贷款同比均实现多增，其中，中长期贷款多增 600 亿，短贷则多增 4345 亿，对当月企业贷款同比增量贡献最大。一方面，基建稳增长背景下，基建类贷款需求增加或为企业中长期贷款同比恢复多增的主要拉动，但企业信贷需求整体依然偏弱，且企业新增贷款可能主要用于资金周转而非长期投资项目，制约了中长期贷款放量幅度；另一方面，在经济下行压力仍然较大、房地产领域信用风险持续暴露的情况下，银行风险偏好仍然较低，因而更加偏好投放短期类贷款。

图3 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源: WIND, 东方金诚

整体上看,我们认为1月信贷总量同比较大大幅度多增,特别是企业中长期贷款恢复同比多增,反映出稳信贷、稳增长政策正在起效;但当月居民贷款,尤其是居民中长期贷款同比大幅少增,且企业贷款同比增量主要来自短期类贷款,表明房地产下行压力仍大,实体经济有效信贷需求仍然偏弱,逆周期调控还需持续发力。

二、除贷款外,1月社融同比增量主要来自政府和企业债券,反映出稳增长政策发力对宽信用的推动作用:政府债券同比多增源于财政政策靠前发力,企业债券融资放量则与宽货币下发行利率走低和基建稳增长提振城投基建配套融资需求有关。

1月新增社融6.17万亿,亦创单月历史新高,环比季节性多增3.8万亿,同比多增9842亿,提振月末社融存量同比增速较上月末加快0.2个百分点至10.5%,已为连续第三个月反弹。

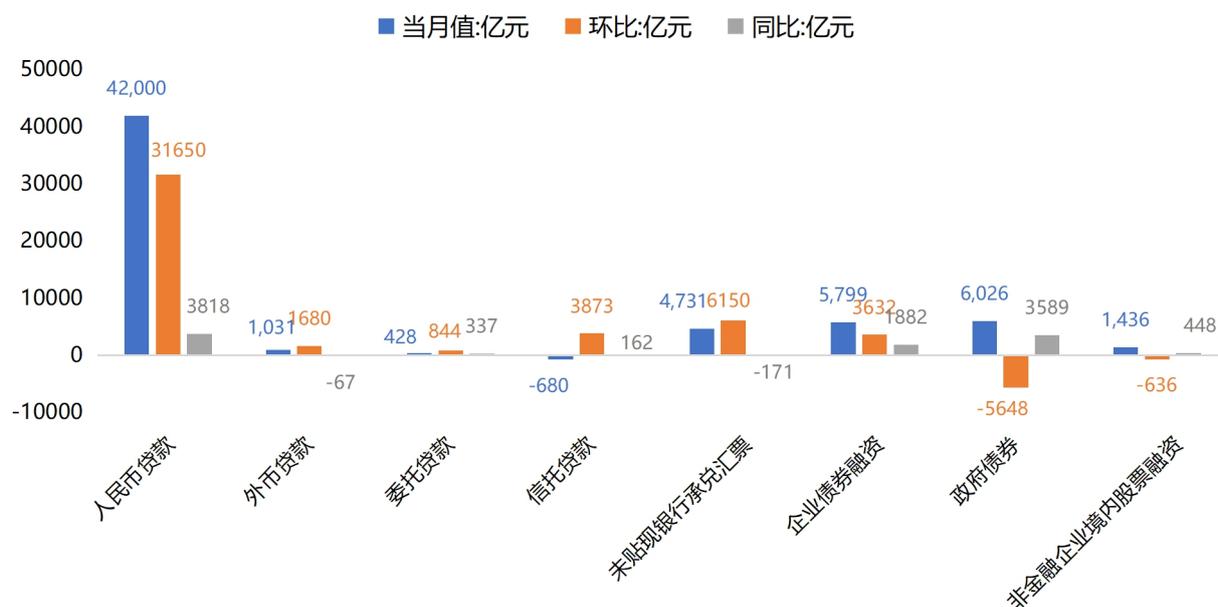
图4 社会融资规模增长状况



数据来源: WIND, 东方金诚

1月社融环比增量主要来自投向实体经济的人民币贷款，符合季节性规律。另外，1月企业开票环比增加但贴现环比减少令表外票据融资环比多增6150亿，稳增长加码、信用债发行利率有所下行提振企业债券融资环比多增3632亿，以及随资管新规过渡期结束，信托贷款压降放缓，环比大幅少减3873亿，这三项对当月社融环比增量也有较大贡献。同比来看，1月社融同比多增主要源于贷款、政府债券和企业债券三项。其中，由于今年专项债额度部分提前下达，且1月即开闸发行，节奏明显快于去年，因此1月政府债券同比多增3589亿，继续对社融同比产生较强拉动。

图5 12月社融各分项新增规模和环比、同比变化情况



数据来源：WIND，东方金诚

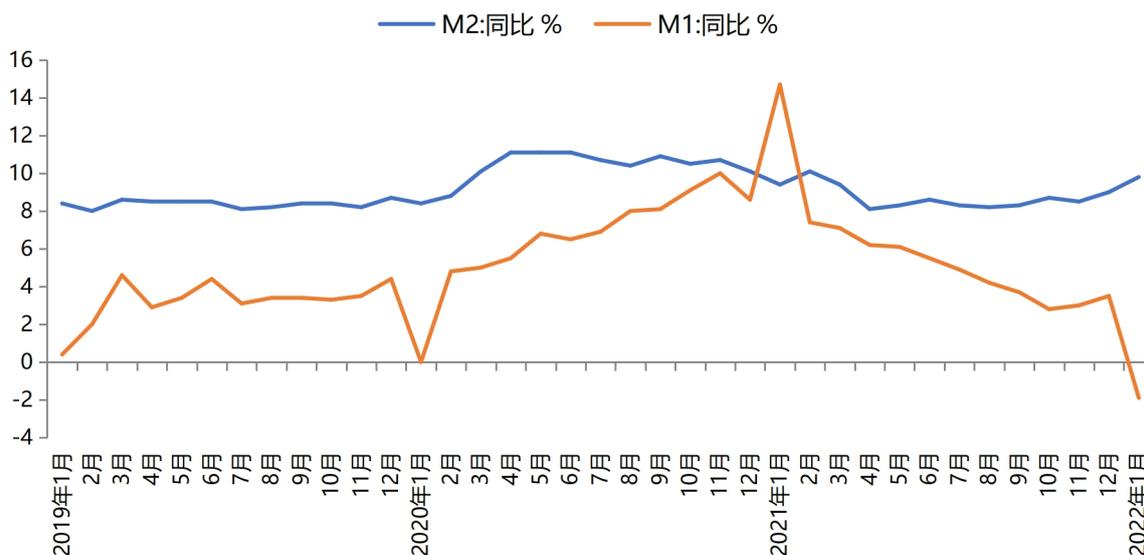
我们认为，除贷款外，1月社融同比增量主要来自政府和企业债券，同样反映出稳增长政策发力对宽信用的推动作用。其中，政府债券同比多增源于今年财政政策靠前发力下专项债发行节奏前置，企业债券融资放量则与宽货币下信用债发行利率走低以及基建稳增长提振城投基建配套融资需求有关。

三、1月末M2增速回升明显，主要是受上年同期基数快速走低驱动，同时当月财政支出加快，财政存款同比少增，以及企业贷款增长加快存款派生等也是重要原因。1月末M1增速降至负值，主要受春节错期影响，同时也与当前楼市处于“寒潮期”直接相关。

1月末M2同比增速大幅上升0.8个百分点至9.8%，创近11个月以来最高，主要有三个原因：一是上年同期基数大幅走低0.7个百分点，二是当月财政资金投放加速，财政存款同比少增5857亿；三是当月企业贷款大幅走高，推高存款派生。

1月末M1同比下降1.9%，剔除春节因素（春节前企业集中发放薪酬、福利，M1主要构成中的单位活期存款会集中向居民存款转移，导致M1减少较多；2022年春节前最后一个工作日为1月30日，而2021年为2月10日），同比增长约2.0%。不过，即使剔除春节错期因素，2.0%的同比增速也创下近三年以来的最低点。主要原因是近期楼市下行过程仍在延续，商品房销量同比降幅偏大。历史数据显示，M1增速与楼市销量走势相关度较高。不过我们预计，伴随节后企业经营、投资活动修复，当前明显偏低的M1增速有望企稳回升。

图6 M2与M1增速



数据来源：WIND，东方金诚

整体上看，1月金融数据显示货币政策充足发力、靠前发力效果已经显现，宽信用过程加速，信贷结构明显改善，并正在从此前的政府融资发力转向企业和政府融资双轮驱动。这将为今年上半年稳定宏观经济大盘，对冲需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力提供关键支撑。

展望未来，考虑到当前房地产市场降温过程仍未结束，市场信心有待进一步修复，接下来几个月新增信贷、社融数据有望继续保持较快同比多增势头。我们判断，着眼于夯实稳增长基础，二季度货币政策在降准、降息方面仍有操作空间。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。